



Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng

[Việt Nam / Ngân hàng]

Bloomberg Code (VPBVN) | Reuters Code (VPB.HM)

MUA

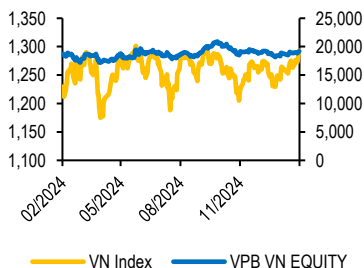
BC Cập nhật

Giá mục tiêu (2025) **VND 24,100**
 Giá hiện tại (20/02/25) VND 19,200
 Suất sinh lời **25.2%**

VNINDEX	1,293
P/E thị trường (25F, x)	10.4
Vốn hóa (tỷ VND)	152,331
SLCP đang lưu hành (triệu)	7,934
SLCP tự do giao dịch (triệu)	7,096
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	89.4
52 tuần cao/thấp (VND)	21,050/17,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	14.55
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	214
Sở hữu nước ngoài (%)	24.9

Cổ đông lớn (%) SMBC 15.00

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	2.7	3.2	-2.0
Tg đối với VN-Index (%)	-3.6	1.6	-7.2



Nguồn: Bloomberg

Phương Nguyễn

(84-28) 6299-9004
 phuong.nd@shinhan.com

Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

(84-28) 6299-8029
 ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Chất lượng tài sản cải thiện

Cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 24,100 đồng

Được thành lập vào năm 1993, VPBank là ngân hàng theo đuổi chiến lược bán lẻ hiện đại. VPB đã phát triển mạnh mẽ nhờ khả năng mở rộng mạng lưới chi nhánh và điểm giao dịch trên toàn quốc, cùng với việc phát triển các sản phẩm đa dạng. Với vị thế dẫn đầu về tài chính tiêu dùng, FE Credit kỳ vọng phục hồi rõ nét hơn trong 2025-2028. Hai công ty con khác là VPBankS (Chứng khoán) và OPES (Bảo hiểm) cũng đang dần đóng góp nhiều hơn vào hoạt động của ngân hàng. Dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp so sánh P/B, chúng tôi ước tính giá mục tiêu 12 tháng tới của VPB ở mức 24,100 đồng/cp.

Kết quả kinh doanh năm 2024

VPB ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng hợp nhất cả năm 2024 ở mức 18.6%. Trong đó, VPB (mẹ) ghi nhận tăng trưởng hơn 19% và công ty con trong mảng tài chính tiêu dùng Fe Credit tăng trưởng hơn 10% cho năm 2024. Đáng chú ý, trước đó FE Credit có mức tăng trưởng tín dụng âm trong 9 tháng đầu của 2024, chỉ bứt phá và đạt được mức tăng trưởng trên riêng trong Q4/2024

Bất chấp khó khăn với diễn biến của lãi suất trong năm 2024, VPB hợp nhất vẫn cho thấy sự cải thiện về chỉ số NIM. Theo đó, NIM hợp nhất tăng nhẹ từ 5.6% cuối 2023 lên mức 5.9% cuối 2024. Thu nhập lãi thuần hợp nhất đạt 49,080 tỷ đồng (+28.6% YoY).

Thu nhập ngoài lãi hợp nhất năm 2024 tăng nhẹ gần 14%. Mảng thu nhập phí hợp nhất của VPB giảm 14%, do phí từ hoạt động thanh toán và bancassurance không đạt như kỳ vọng. Tuy nhiên, lợi nhuận từ kinh doanh vàng, ngoại tệ và tài sản tài chính khác giúp VPB giữ mức tăng trưởng dương cho năm 2024.

Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất tiếp tục xu hướng giảm tích cực, từ mức 5.0% cuối 2023 về mức 4.2% cuối 2024. Khác với năm 2023, khi mà nợ xấu giảm phần lớn từ hoạt động tái cơ cấu của Fe Credit, chất lượng tài sản của VPB (mẹ) cũng có những cải thiện và hiện cuối 2024 đang ở mức 3%.

Lợi nhuận trước thuế của VPB hợp nhất ở mức 20,004 tỷ đồng (+82.06% YoY), cao hơn dự báo của chúng tôi nhưng thấp hơn kế hoạch lợi nhuận năm được ĐHCĐ thông qua

Triển vọng cho năm 2025

Các giả định chính cho năm 2025 bao gồm Tăng trưởng tín dụng hợp nhất khoảng 22%, NIM hợp nhất phục hồi về mức trên 6% nhờ đóng góp từ FE Credit, NPL hợp nhất kiểm soát quanh mức 4.0%, Chi phí rủi ro tín dụng/ tổng tín dụng khoảng 4.2%, CIR hợp nhất 22-23%. LNTT của VPB hợp nhất năm 2025 dự phóng đạt 24,360 tỷ đồng (+21.8% YoY), điều chỉnh tăng nhẹ so với báo cáo gần nhất do tín hiệu khả quan của chất lượng tài sản và sự phục hồi của mảng KHCN.

Rủi ro: (1) Nhóm KHCN phục hồi chậm hơn dự báo; (2) Lãi suất cho vay chịu áp lực giảm gây áp lực cho sự phục hồi của NIM; (3) Quy trình tài sản đã xử lý rủi ro kéo dài khiến thu nhập ngoài lãi phục hồi chậm

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập từ lãi (tỷ VND)	34,349	41,021	38,175	49,080	62,291
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	9,953	16,776	11,569	13,166	15,073
Tổng thu nhập (tỷ VND)	44,301	57,797	49,743	62,246	77,364
Các chi phí hoạt động và chi phí dự phòng	(29,938)	(36,577)	(38,756)	(42,242)	(53,004)
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	14,364	21,220	10,987	20,004	24,360
Tăng trưởng tín dụng (%)	18.7%	23.0%	25.4%	18.60	21.86
NIM (%)	7.91	7.50	5.58	5.94	6.35
ROE	16.5	17.8	7.1	11.13	12.65

Nguồn: Finpro, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tóm tắt cuộc họp nhà đầu Q1/2025

Mục tiêu của ban lãnh đạo về kết quả kinh doanh của VPBank (mẹ) trong năm 2025

VPB (mẹ) đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 ở mức 20-25%:

- Tập trung vào nhóm bán lẻ (retail banking) và doanh nghiệp vừa và nhỏ SMEs (mục tiêu tăng trưởng 30-40%).
- Về KHDN (corporate banking), cố gắng củng cố mối quan hệ và đẩy mạnh có chọn lọc các nhóm ngành công nghiệp, bất động sản và tín dụng xanh.
- Nhóm khách hàng FDI, mục tiêu gấp đôi lượng khách hàng FDI (hiện tại đang quanh mức 1,000 doanh nghiệp).

Về cơ cấu huy động, VPB (mẹ) đặt mục tiêu huy động khoảng 30%. Đây sẽ là yếu tố quan trọng trong năm 2025 khi mà LDR của VPB hiện đã đạt quanh mức 82% (tiềm cận quy định 85% của NHNN). Huy động sẽ được đa dạng hóa qua nhiều nguồn bao gồm liên ngân hàng, huy động offshore và tận dụng lợi thế từ quan hệ chiến lược với SMBC để tăng CASA.

Về chất lượng tài sản, tỷ lệ nợ xấu của VPB (mẹ) đặt mục tiêu dưới 3%. Theo dõi sát sao nợ tái cấu trúc sau khi Thông tư 02/2023/TT-NHNN hết hiệu lực. Chi phí tín dụng của VPB mẹ dưới 2% nhờ chất lượng tài sản tốt lên và hoạt động thu hồi nợ được đẩy mạnh.

Nhóm các công ty con:

- FE credit đặt mục tiêu tăng trưởng tối thiểu 15% cho năm 2025.
- Các công ty con khác VPBankS và OPES tiếp tục mở rộng quy mô và kỳ vọng đóng góp hơn vào lợi nhuận của tập đoàn

Chuyển giao ngân hàng GPBank

Hiện tại VPB chỉ tập trung cải thiện mô hình kinh doanh và quy trình quản trị cho GPBank. BCTC của GPBank sẽ không hợp nhất lên trên BCTC của VPB.

Các chỉ số kinh doanh khác:

- CIR của VPB (mẹ) quanh 25%
- NIM của VPB (mẹ) ổn định và cải thiện nhẹ từ mức này
- Lợi nhuận trước thuế của VPB (mẹ) kỳ vọng tăng trưởng 20-25%

Định giá và khuyến nghị

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp Thu nhập Thặng dư (RI) và phương pháp định giá Giá trên Sổ sách (P/B) với trọng số lần lượt là 60% và 40%.

Giá mục tiêu cho cổ phiếu trong 12 tháng tới năm 2025 là 24,100 VNĐ. Chúng tôi cập nhật lãi suất phi rủi ro lên 3.1% và phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu lên 8.35% cho báo cáo này.

1) Phương pháp Định giá So sánh P/B: Giả định VPB sẽ đạt tỷ lệ CAR (Tỷ lệ An toàn Vốn) tối ưu khoảng 14% vào năm 2026, chúng tôi lấy P/B mục tiêu là 1.5x trên cơ sở năm 2026 (trung bình của các ngân hàng niêm yết trên HOSE, ngoại trừ các ngân hàng thương mại nhà nước). P/B mục tiêu tương đương tại thời điểm báo cáo là 1.25x. Với BVPS (Giá trị Sổ sách trên mỗi Cổ phiếu) năm 2025 là 20.282 VNĐ/cổ phiếu, giá mục tiêu 12 tháng tương ứng của VPB là 25,353 VNĐ/cổ phiếu.

2) Với phương pháp Thu nhập Thặng dư (RI): giá trị cổ phiếu mục tiêu của VPB được ước tính là 23,282 VNĐ/cổ phiếu.

Chi phí vốn	
Chi phí vốn (%)	13.1
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.1
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.35
Beta	1.2

Phương pháp RI					
(Đơn vị: tỉ VNĐ)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Chi phí vốn (%)	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
Chi phí vốn sau 2028					13.1%
LNST đóng góp vào ngân hàng mẹ	15,770	18,513	23,803	33,555	40,210
Lợi nhuận thặng dư (RI)		-1,704	1,515	8,436	11,448
Giá trị hiện tại RI		-1,506	1,184	5,828	6,991

Lợi nhuận thặng dư dài hạn	116,455
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.00%

Giá trị hiện tại dài hạn	71,121
Giá trị hiện tại RI	12,497
Vốn ban đầu	147,275
Chiết khấu (%)	20%
Tổng giá trị	184,715
Số lượng cổ phiếu (tỷ)	7.93
Giá mục tiêu (VNĐ)	23,282

Định giá cổ phiếu		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VNĐ)
Thu nhập thặng dư (RI)	60%	23,282
P/B target (1.25x)	40%	25,353
Giá mục tiêu (VNĐ)		24,110

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

Tổng quan và lịch sử doanh nghiệp

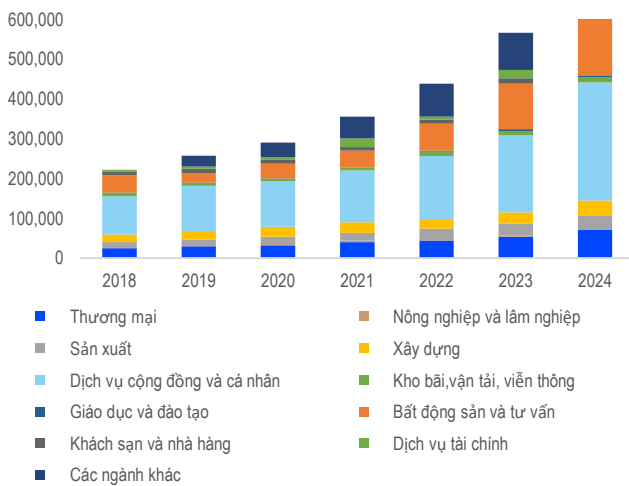
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBank) được thành lập vào năm 1993. Năm 2010, VPB thực hiện chiến lược chuyển đổi sang mô hình ngân hàng bán lẻ hiện đại, trong giai đoạn này ngân hàng đã đẩy mạnh mở rộng mạng lưới chi nhánh, điểm giao dịch. Năm 2015, ngân hàng chuyển đổi mảng tín dụng tiêu dùng thành một pháp nhân độc lập với tên gọi Công ty Tài chính TNHH MTV Ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng (FE Credit). Năm 2017 là thời điểm VPB niêm yết trên Sàn giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

Sumitomo Mitsui (SMBC) đã có hai lần góp vốn đầu tư vào VPBank: Lần đầu là vào năm 2021 khi mua 49% cổ phần của FE Credit; Lần hai là vào năm 2023, SMBC mua 15% cổ phần của VPBank thông qua phát hành riêng lẻ.

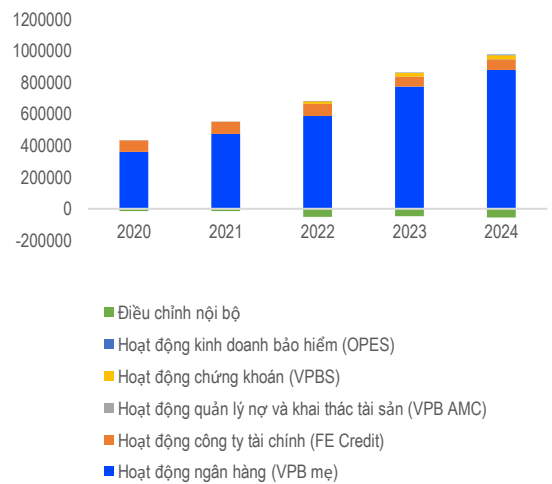
Cuối năm 2022, VPB mua lại 77.42% vốn tại Công ty chứng khoán ASC và đổi tên thành Công ty chứng khoán VPBank ("VPBankS"). Ngay trong năm, VPB nâng vốn cho công ty chứng khoán VPBankS lên 15,000 tỷ đồng. Ngoài VPBankS, VPBank đã mua lại 98% cổ phần của CTCP bảo hiểm OPES ("OPES").

Cơ cấu danh mục cho vay và chuỗi giá trị của VPB

Cơ cấu cho vay khách hàng theo nhóm ngành của VPBank (Tỷ đồng)

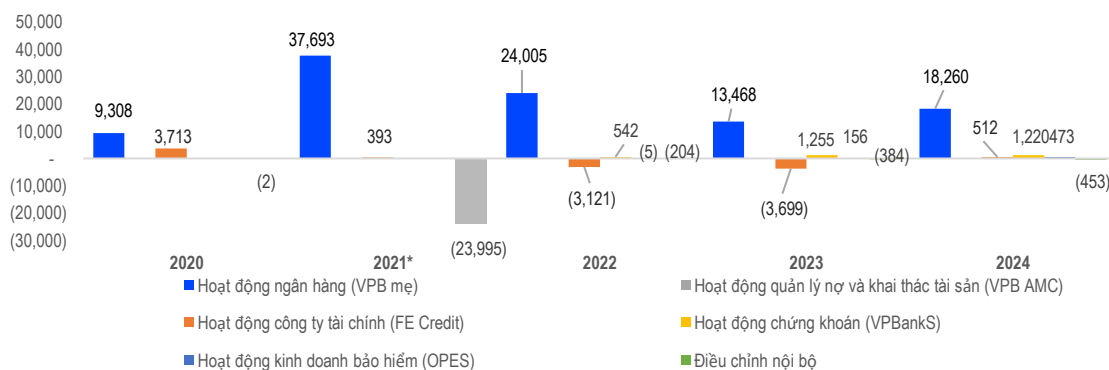


Cơ cấu tài sản của VPBank (Tỷ đồng)



Lợi nhuận trước thuế của VPBank (mẹ) và các công ty con (Tỷ đồng)

Nguồn: VPB, Fiiopro BCTC doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam



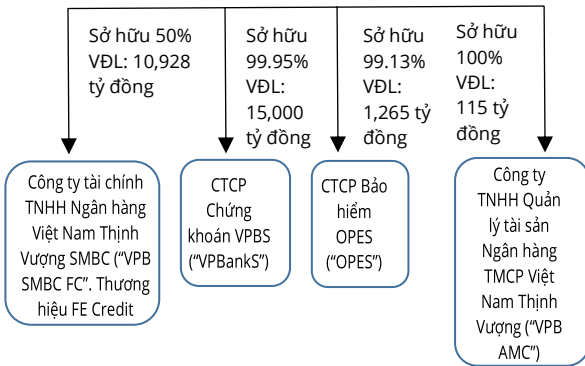
Nguồn: Báo cáo bộ phận của VPB qua các năm, Shinhan Securities Vietnam

*Năm 2021: Thương vụ bán FE Credit khiến phát sinh điều chỉnh nội bộ tại ngân hàng mẹ gần 24 nghìn tỷ đồng

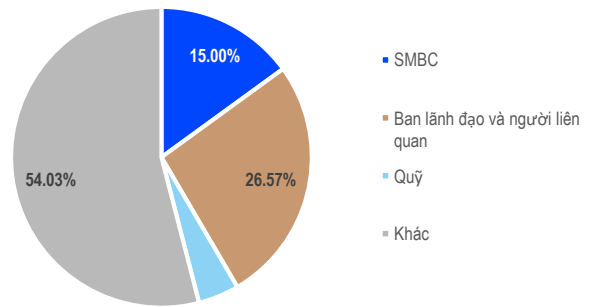
Cấu trúc sở hữu của VPB

- Tại thời điểm cuối Q4/2024, về mặt cổ đông cá nhân, chủ tịch Ngô Chí Dũng nắm 4.14%. Ban lãnh đạo và người liên quan nắm hơn 26.57% trong cơ cấu sở hữu của VPB
- Cổ đông tổ chức ngoài cổ đông chiến lược SMBC (15%), Công ty cổ phần DIERACORP 4.3957%, quỹ ngoại Composite Capital MasterFund LP (2.7301%) và quỹ ngoại Vietnam EnterprisInvestments Limited (1.2839%)

Hệ thống công ty con của VPBank

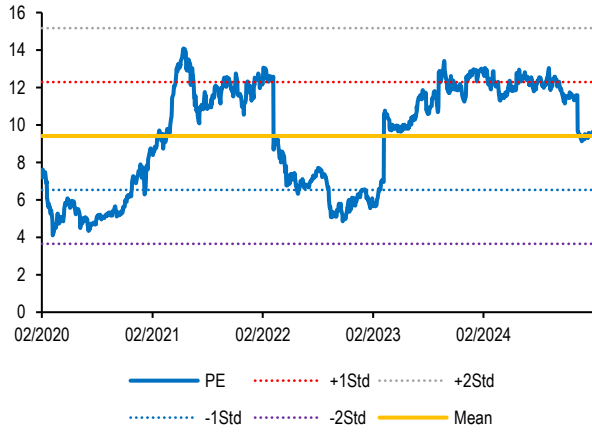


Cơ cấu cổ đông của VPBank cuối 2024 (%)



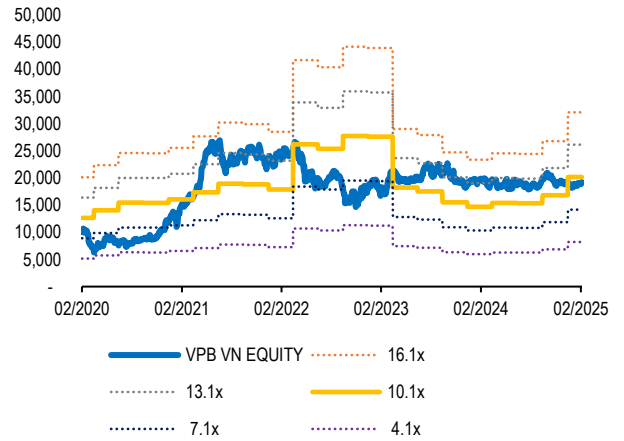
Nguồn: VPB

PER của VPB



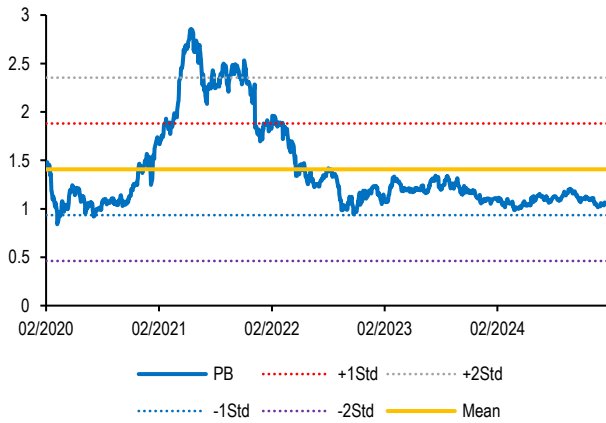
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER band của VPB



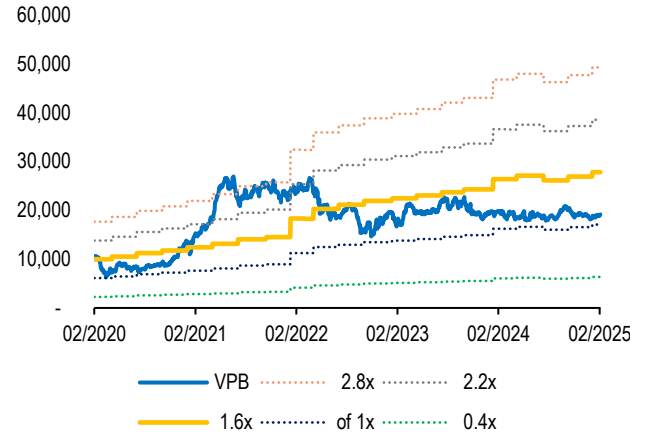
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của VPB



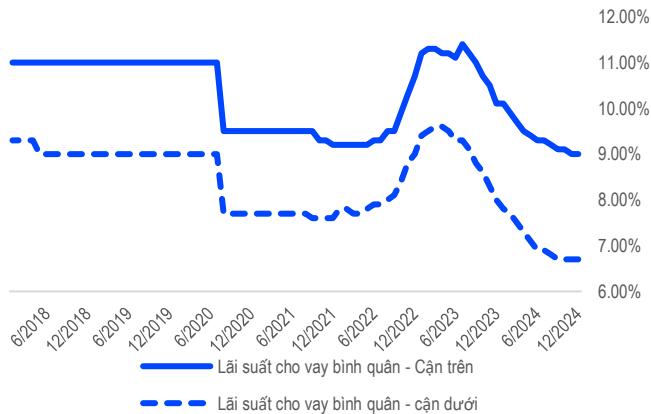
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR band của VPB



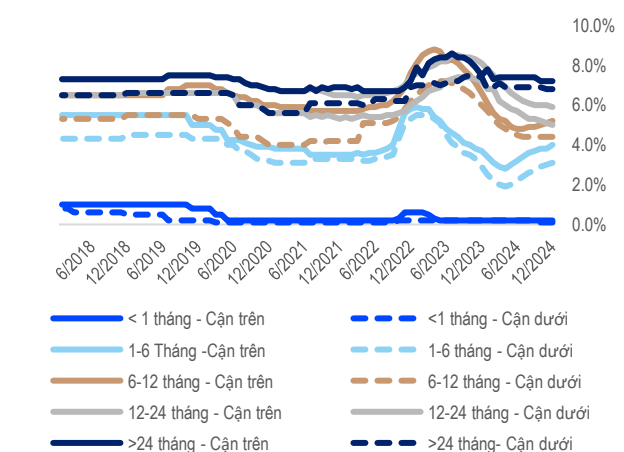
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất cho vay bình quân tại Việt Nam



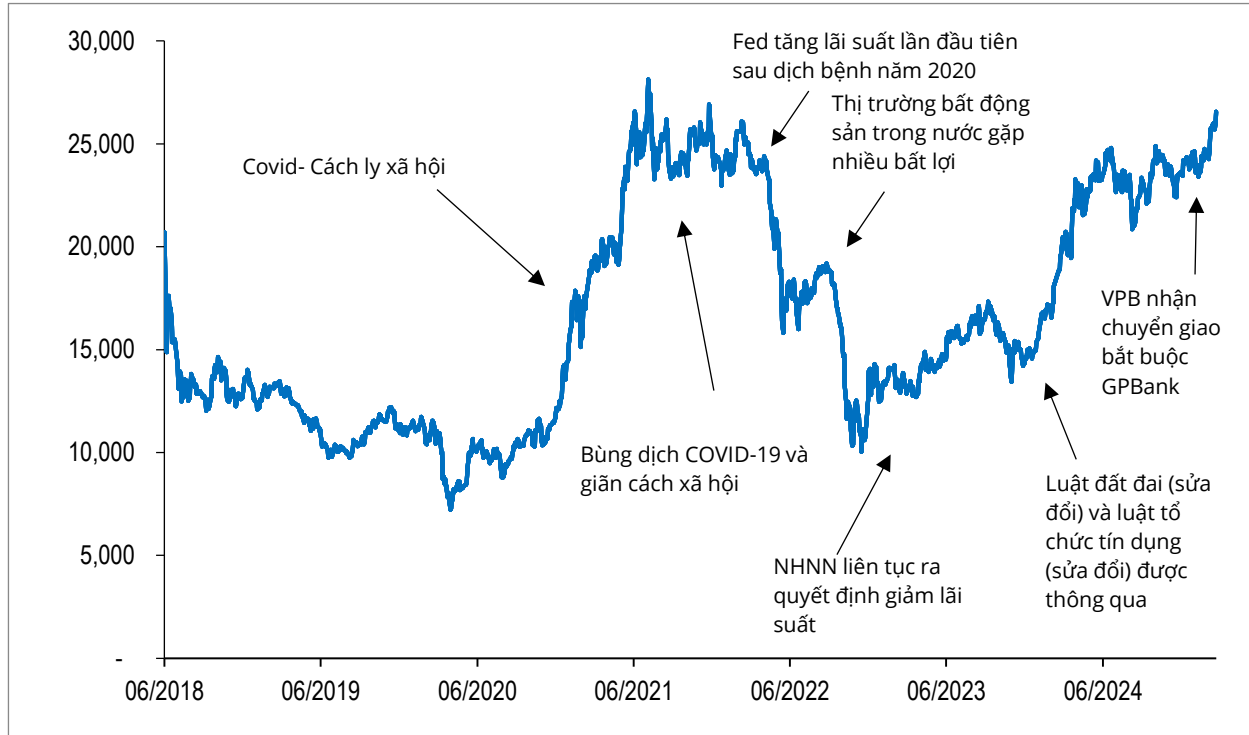
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất huy động bình quân tại Việt Nam



Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sự kiện quan trọng của VPB



Nguồn: Bloomberg. Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025F
Tổng tài sản	547,409	631,013	817,700	923,848	1,074,041
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,346	2,658	2,285	2,148	2,963
Tiền gửi tại NHNN	10,861	9,935	8,423	14,327	11,850
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	57,105	47,965	94,094	134,644	124,525
Chứng khoán kinh doanh	6,971	7,793	12,326	13,111	17,065
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	103	-	-	-	-
Cho vay khách hàng	345,390	424,662	551,622	676,546	827,392
Hoạt động mua nợ	959	893	822	800	800
Chứng khoán đầu tư	75,798	83,076	94,587	52,783	55,823
Góp vốn, đầu tư dài hạn	250	189	189	189	189
Tài sản cố định	1,873	1,858	1,924	2,024	2,066
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Tài sản Có khác	45,754	51,981	51,428	27,276	31,367
Tổng nợ	461,131	527,511	677,753	776,572	913,124
Nợ chính phủ và NHNN	8,454	1,929	4,118	6	6
Tiền gửi và vay các TCTD khác	114,619	140,249	156,357	201,756	206,943
Tiền gửi của khách hàng	241,837	303,151	442,368	485,667	592,513
Các công cụ phái sinh, vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của CP và TCTD khác	104	62	22	39	39
Phát hành giấy tờ có giá	81,296	63,700	47,787	66,976	87,068
Các khoản nợ khác	14,821	18,419	27,100	22,129	26,555
Vốn chủ sở hữu	86,278	103,502	139,947	147,275	160,917
Vốn của tổ chức tín dụng	43,374	66,551	103,332	103,332	103,332
Quý của tổ chức tín dụng	12,559	13,535	12,233	14,566	17,343
Lợi nhuận chưa phân phối	22,439	16,752	19,149	24,008	33,898
Lợi ích của cổ đông thiểu số	7,906	6,664	5,232	5,370	6,345
Tổng cộng nguồn vốn	547,409	631,013	817,700	923,848	1,074,041

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi	50,827	62,200	76,557	80,112	102,318
Chi phí lãi	(16,478)	(21,179)	(38,383)	(31,031)	(40,027)
Thu nhập lãi thuần	34,349	41,021	38,175	49,080	62,291
Từ hoạt động dịch vụ	4,059	6,438	7,096	6,124	7,691
Từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	(76)	(618)	(806)	827	385
Từ mua bán chứng khoán kinh doanh	9	(149)	380	354	-
Từ mua bán chứng khoán đầu tư	3,151	509	250	470	109
Từ hoạt động khác	2,808	10,584	4,646	5,378	6,881
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	2	13	3	13	8
Tổng thu nhập ngoài lãi	9,953	16,776	11,569	13,166	15,073
Tổng thu nhập hoạt động	44,301	57,797	49,743	62,246	77,364
Chi phí hoạt động	(10,719)	(14,116)	(13,912)	(14,340)	(17,208)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng (PPOP)	33,583	43,681	35,832	47,906	60,156
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(19,219)	(22,461)	(24,844)	(27,903)	(35,796)
Tổng lợi nhuận trước thuế	14,364	21,220	10,987	20,004	24,360
Thuế TNDN	(2,887)	(4,311)	(2,346)	(4,025)	(4,872)
Tổng lợi nhuận sau thuế	11,477	16,909	8,641	15,978	19,488
LNST thuộc về công ty mẹ	11,721	18,168	10,053	15,770	18,513

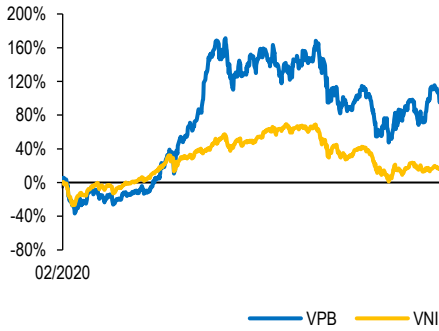
Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Tăng trưởng (% YoY)					
Dư nợ cho vay	22.17	23.38	29.19	22.36	22.00
Tiền gửi của khách hàng	3.60	25.35	45.92	9.79	22.00
Vốn chủ sở hữu	63.43	19.96	35.21	5.24	9.26
Tổng tài sản	30.64	15.27	29.59	12.98	16.26
Thu nhập lãi thuần	6.19	19.42	(6.94)	28.57	26.92
Thu nhập ngoài lãi	48.83	68.56	(31.04)	13.80	14.48
PPOP	21.49	30.07	(17.97)	33.70	25.57
LNST	10.33	47.73	(48.22)	82.06	21.78
LNST	10.21	47.33	(48.90)	84.92	21.96
Lợi nhuận (%)					
NIM	7.91	7.50	5.58	5.94	6.35
ROA	2.4	2.9	1.2	1.8	2.0
ROE	16.5	17.8	7.1	11.1	12.6
Thanh khoản (%)					
Tổng dư nợ/Tổng tiền gửi (Pure LDR)	146.91	144.59	128.01	142.66	142.66
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ đơn bất (x)	6.34	6.10	5.84	6.27	6.67
Tỷ lệ NPL (%)	4.57	5.73	5.01	4.20	4.00
Tỷ lệ LLR (%)	60.89	54.40	51.68	56.17	57.47
Dự phòng/Dư nợ tín dụng (%)	2.58	2.90	2.48	2.33	2.10
Chi phí tín dụng/Dư nợ cho vay (%)	5.95	5.66	4.95	4.43	4.65
Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng (%)	5.45	5.26	4.68	4.32	4.19
Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	2,547	2,507	1,089	2,014	2,456
BPS	19,149	15,349	17,639	18,563	20,282
PPOP/share	7,453	6,478	4,516	6,038	7,582

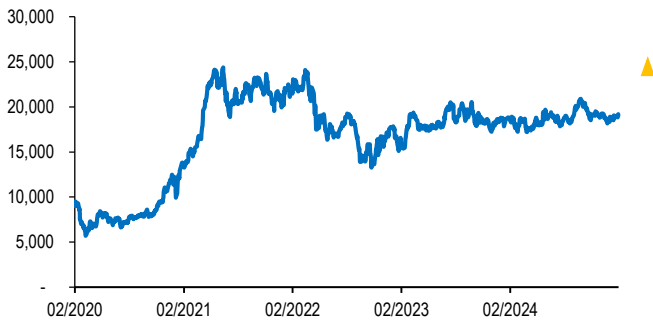
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBVN)

Diễn biến giá



Giá mục tiêu (VND)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			Trung bình	Cao/Thấp
30/08/2024 (Báo cáo lần đầu)	MUA	25,000	21.9	10/40
20/02/2025 (Báo cáo cập nhật)	MUA	24,100	25.0	14/38

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Phuong Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common securities of the following companies mentioned in this report: VPBVN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongsongpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000